

中国券商业务创新研究

王艺明

摘 要: 本文通过介绍中国券商的特点及发展前景,提出其业务创新要在以下三方面,即:资产证券化、兼并收购及其他业务创新。

关键词: 证券市场 券商 创新 兼并收购

一、中国券商的特点及发展前景

中国券商作为中国证券市场中介主体,类似于美国华尔街金融公司、英国的商人银行或日本的证券公司。但是,中国券商是在中国特有的经济基础

和经济管理体制及中国证券市场发展过程中建立的,又不同于美国等发达国家证券市场上的中介主体,服务于整个资本市场。中国券商与中国传统经济体制向市场经济体制转轨及中国证券市场发展的状况相适应,呈现出若干特点:

其一是规模小,差别大,出现地区性分割。中国券商大的一般在几亿或十亿人民币注册资金之间,而小的仅有几千万人民币注册资金。这些券商的规模与发达国家证券市场上的中介主体相比较还有较大的差距。目前参与上海和深圳证券

应该支持或限制发展的重点,但仅有产业政策是不够的,还需要对各种产业,特别是主导产业在全国区域空间布局上有一个总体部署和安排,从而明确各区域产业发展系列和产业空间结构。为此,在制订国家产业政策的时候,就要从中国区域经济发展不平衡的实际出发,突出区域分工特色,体现产业政策的差异性。同时,在不违背国家产业政策全局的情况下,给合地区选择产业和调整

产业结构的自主权,使地区能够发挥优势,因地制宜地进行产业结构设计、演进、调整和转换,避免新的产业结构趋同化。

把产业政策和区域政策结合起来,实行双重调控,有利于提高整个国民经济的运行效率,又有利于区域经济在一个公平的宏观经济环境和条件下发展,为各地提供一个平等竞争的机会,更好地发挥地区优势。同时,还有利于把地区产业

结构调整与全国区域分工格局的重塑结合起来,实现产业结构在全国范围内的优化。

参考文献:

[1] 萨缪尔森:《经济学》(上)第十四版第十二章

[2] 张幼文:《世界经济》第十三章

[3] 张耀辉:《区域经济理论与地区经济发展》

[4] 陈栋生:《跨世纪的中国区域发展》

作者单位:湘潭大学

责任编辑:尚飞

交易所和其它交易系统的券商大致分为三类：一类是全国性券商，如华夏、国泰、南方、中信、光大、中科信等；一类是地区性的券商，主要是省市两级的专业证券公司和信托投资公司，各地区分布有所不同，少的有一两家，多的则上十家；一类是其它中介，也属地方性，最典型的是以企业为核心组建的财务公司，起着券商的作用，但这类中介有的已重新组建成全国性的券商，如联台证券有限责任公司即是其一。全国性券商、地方性券商和其它类型券商并存，相互争地盘，业务分割，造成无序竞争。

其二是业务范围窄。中国券商主要是经营发达国家证券市场上中介主体的传统业务。从中国券商发展的历史看，他们是从 80 年代代理发行和销售国库券起家的，后来逐步发展到代理发行和销售股票、代理买卖证券并兼作自营。从发达国家证券市场上的中介主体看，70 年代以来发达国家从政策到法律上开始放松金融管制，特别是允许发行创新金融工具、放松利率最高限制等，加快了证券市场发展的步伐。市场激励和业务竞争及利益驱动，使中介主体突破传统业务的限制，派生和创新了诸多业务，表现在业务多样化、专业化、集中化和国际化的新特点：

(1) 业务多样化体现在证券市场中介主体不但经营传统的代理发行和经销证券业务、代理买卖证券业务，而且还发

展了公司理财、兼并收购、资产证券化、资金管理等业务；

(2) 业务专业化体现在证券市场中介主体尤其是大的中介主体在业务拓展多样化、交叉化发展的同时，也利用其优势向专业化方向发展，如美国摩根斯坦利公司专业于包销大公司证券，而美林证券公司善于组织项目融资、产权交易；

(3) 业务集中化体现在证券市场中介主体由各自为战，经发展中兼并等形式到 80 年代初形成大型证券公司，如美国美林证券公司，日本野村证券公司等；

(4) 业务国际化体现在证券中介主体的业务经营不仅限于国内，而且随着资本的国际化为世界各国大公司等提供咨询和研究服务，或者进行进出口贸易融资等多种跨国业务。

无疑，中国券商不能超越中国特定的经济基础和经济管理体制等条件的约束而超前发展成为发达国家证券市场上全方位的现代中介主体。但中国市场经济体制和金融机制的深化，中国证券市场及其制度健全和完善，为中国券商的发展提供了基础。而中国国企改革和资产重组要求中国券商创新业务，以推动和促进中国国企改革和资产重组的艰巨任务。中国国企改革的中心任务就是通过市场使国有资产由非流动状态变为流动状态，从而激活国有流动资产，优化社会资源的存量结构。“通过市场”就是

通过证券、产权市场，借助于券商的业务创新来实现。券商通过其业务创新，一方面为国企理财，如调研考察、分析与研究、制定企业的发展战略，重建企业财务制度，化解国企在突发事件中的压力与困难等。另一方面为企业并购重组提供服务，例如策划兼并交易、提供融资方案和建议等。中国目前几十万家国有企业存量需要盘活重组，几千亿的银行信贷资产需要保全和进行债务重组，4 万多亿元居民存款和 2 万多亿元企业存款急需寻找投资顾问。总之，没有券商的业务创新，中国国企改革和资本重组寸步难行，而中国证券市场发展中的体系与结构升级也难以实现。

二、中国证券市场券商业务创新

从中国证券市场发展的现实看，中国券商的业务创新主要在以下几个方面：

1. 资产证券化。券商以某家公司的一定资产作为担保发行证券称为资产证券化。作为证券发行的公司资产必须是适合于证券化的金融资产。这种金融资产应该是能在未来的某一时间，带来一定的现金收入，其还款期限和还款条件易于把握，同时该资产要这到一定的信用质量。从各国的实践看，资产证券化下的资产证券主要是各类债务性证券。它能够为各

投资主体在证券到期时回收本金和适当的利息。券商在资产证券化的创新业务中获得的收益可能是其代理某家公司将其资产证券化后,直接承销销售这些证券,券商因此获得证券购销差价。或者是券商将某家公司的资产予以买断,然后以该资产担保发行证券。券商销售证券后获得的收益与其购买公司资产时所付出的成本的差额,构成券商资产证券化业务的利润。

在中国市场经济制度下,券商创新资产证券化业务具有特殊的作用:

首先,有利于完善公司的融资功能和资本配置机制。因为证券既是融资工具,又是资源配置工具。它构筑了银行、信用之外的另一直接融资系统。资产证券化使资产证券投资主体和资产证券发行主体通过证券融资工具建立起资本供给和资本需求的直接市场对接机制,有利于利用证券市场的公平竞争环境盘活国有大、中型企业的资金存量,降低资产的风险系数,提高资产的使用效率。

其次,资产证券化有利于优化资产存量结构,社会经济效益来自于资产存量结构的不断优化。以公司资产作抵押发行证券,使公司财产的运作形成了存量财产优化,引导社会财产不断按照效率优先的原则再分配社会财产存款,提高整个财产的效率。

再次,资产证券化推动证

券商品品种的创新和流通的繁荣,从而推动证券市场的深层次发展,提高了整个社会财产的效率。因为资产证券化加速了企业财产的流动,突破了财产流动的时空壁垒。证券作为通行的财产形式和完全的价值形式,可以自由地跨区域、跨行业、跨产业流动。资产证券化强化了企业财产的使用效率,沟通了财产使用的信息、技术及其它的互助协作关系,从而促进整个社会财产效率的提高。

需要指出的是,资产证券化虽然采取证券的形式,但证券发行的担保并不是公司全部的法定财产,而是进入公司资产负债表中的资产,证券权益的偿还也不是以公司产权为基础,而是仅以被证券化的资产为限。借助于资产证券化,使证券发行主体持有的金融资产转化为证券资产进行交易,有利于使最初证券发行主体独家承担的风险分散给投资主体共同承担,从而分散了借贷风险。

2. 兼并与收购。公司兼并与收购是企业资本扩张的有效途径,它对企业发展的推动作用是全过程的。世界上财力雄厚的大财团分是借助于兼并和收购的方式控股增效扩大企业规模,获得市场份额和竞争优势。从操作的实质看,兼并与收购是两种不同的资本扩张方式。兼并是两个或两个以上的公司通过现金、证券等方式按既定的条件组成一个公司的产权交易行为,是公司同整体合二为一。收购则是某一公司通

过现金、证券等方式按某种条件取得另一公司的大部分股权从而取得控制该公司的产权交易行为。但是,实质操作中的兼并与收购行为过程大部分是重复的,因此理论上把兼并与收购归于产权交易的同一行为。广义的兼并收购行为不仅包括兼并、收购与接管,而且还包括杠杆收购、公司改组与再资本化、破产公司的重组。兼并收购是一项极其复杂的产权交易过程,具体涉及到产权交易价格的确定、交易方案的设计、交易协议的执行以及配套的融资安排、交易后的重组规划等。由于不同公司或企业本身情况的多样性和复杂性,使这种交易没有某种既定的规定和流程。这就要依靠券商参与这种产权交易,实现兼并收购计划。

券商参与兼并收购行为的方式主要有:

首先,寻找兼并收购目标。券商利用其发达的信息网络和渠道,按既定的条件将上市公司和非上市公司进行分类,确定兼并的目标。并对已确定的目标进行包括经营活动、财务状况等在内的调查。

其次,为兼并收购公司和目标公司提供关于交易的价格及非价格条件的咨询。交易价格兼并收购成功的关键。价格太低会遭致对方拒绝,价格太高又会影影响未来公司的收益。参与兼并收购行为的券商必须在已获得的目标公司资产负债情况、盈利能力及未来发展影响基础上提出交易价格、付款

方式及兼并后的资产重组方案,为兼并合约提供价格基础。

第三,为兼并收购提供融资咨询和借贷援助。券商作为公司兼并收购的财务顾问,既为公司提供融资顾问,同时利用其已有的经验、专业技巧及其它金融机构往来的优势和其它融资渠道,帮助公司策划并完成筹措巨额资金的计划,协调公司完成兼并收购计划。

第四,兼并收购完成后,券商还要参与公司重组,为公司的结构调整和财务重组及再资本化提供建议,并从财务顾问方面向各投资主体阐述兼并收购影响。在兼并收购完成后的一定期限内,券商有必要监督辅导公司的经营。

券商从参与公司的兼并收购行为中获得一定的收益。该收益以向兼并收购公司提取费用的形式取得。费用提取的具体形式取决于券商对兼并收购行为的介入程度及其复杂程度。券商可能只简单地收取一笔顾问费用;但券商更多的是按照销售价格的一定比例提成。

中国券商参与公司兼并收购已经具备了一定的优势:有较强的市场调查能力,有广泛的信息源,积累了丰富的企业改制经验,有一批通晓行业发展和产业政策的专家,还有法律、金融等方面的专业人才,等等。事实上,近年来中国券商已经参与了公司兼并收购的中介服务。但在实际操作中也遇到

了券商自身无法解决的一些问题,需要相应的配套措施:

首先,券商主管部门对券商严格审核后发给其参与公司兼并和收购行为的许可证,同时在法律上赋予券商兼并收购、重组、财务顾问等权利。

其次,制定规范券商参与公司兼并收购行为的管理办法,进一步完善公司兼并收购的各项法规。

第三,赋予券商参与公司兼并收购融资的权利。从国际经验看,券商作为公司兼并收购行为策划参与者,均有较强的融资能力,通过其有效的融资渠道获得成本较低的资金,提供给实施兼并收购的公司。但中国券商除资本金外,目前尚没有合法有效的融资途径。有的券商即使与兼购公司有合作的良好基础和愿望,也因短缺资金而无法实施计划。因此应采取建立一套与券商参与并购行为相适应的融资体系,政府主管部门赋予券商在参与公司兼并收购行为中的筹资和融资的职能。

3. 券商其它业务的创新。券商其它业务创新包括资金管理业务的开发、风险控制产品的创设与交易等。发达国家证券市场中的中介主体均设有为个人投资主体和机构投资主体管理资金的附属机构。如美国黑石集团设立的黑石金融管理公司,日本野村证券公司附属的“野村投资管理公司”,等等。券商通过其附属分支机构以资金管理公司的身份为各类

基金和资金提供组合投资管理服务,并从其业务中获得一定比例的收益。

中国券商通过资金管理业务的开发,推动中国证券市场上机构投资主体的发展,为中国国有股、法人股上市流通创设条件。券商风险控制产品的创设与交易业务主要是指券商通过期货、期权、利率掉期等工具的创设与交易获得收益。具体而言,券商为投资主体买卖风险控制产品而获得佣金收益;券商在为投资主体创设的某些风险控制产品中,通过媒介协议对方的投资主体而获得价差收入;券商同样可以利用风险控制产品减少或回避其自身在交易中的风险,从而保持其一定的收益水平。

需要指出的是,券商风险控制产品的创设与交易业务的开发受中国证券市场发展状况和成熟程度的制约,目前中国证券市场上的风险控制产品较少,有广阔的发展前景。因此,券商应加强研究开发,积极与发达国家证券市场中介主体合作和交流,熟悉各种风险控制产品的运作机理,根据中国证券市场发展的状况和需要,适时地推出某些风险控制产品,以完善市场交易品种,同时也为券商获得竞争的优势。

作者单位:厦门大学

责任编辑:孙琳